

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID
FACULTAD DE DERECHO**

**GRADO EN DERECHO
TRABAJO FIN DE GRADO**



**RÉGIMEN DE LAS OPERACIONES
VINCULADAS EN LAS SOCIEDADES
COTIZADAS Y LA INCORPORACIÓN DE
LA DIRECTIVA 2017/828**

Alumno: Manuel Bohórquez Álvarez

Tutor: Francisco José León Sanz

Madrid
Mayo 2020

*A María, mi compañera de vida; a
mi madre, por su bondad y dulzura;
y a mi padre, por su ejemplo de
superación y por ser mi referente a
seguir.*

RESUMEN

El presente trabajo analiza el alcance en las operaciones con partes vinculadas dentro del ordenamiento jurídico español de la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, y el anteproyecto de ley por el que se procede a la incorporación de la norma comunitaria. El tratamiento de estas operaciones en la reforma de 2014 de la Ley de Sociedades de Capital se corresponde en buena medida con la Directiva 2017/828. No obstante, siguen existiendo diferencias relevantes, lo que hace imprescindible la modificación del régimen vigente. A lo largo del trabajo se procederá a analizar la normativa actual, el marco previsto por la normativa europea y el régimen que pretende incorporar el anteproyecto. Este análisis permite alcanzar una visión crítica sobre la situación actual y sobre la propuesta de adaptación del Derecho español.

Palabras clave: operaciones vinculadas, conflicto de interés, deber de lealtad, sociedades cotizadas, consejo de administración, Directiva 828/2017, anteproyecto de ley.

ABSTRACT

This paper analyses the significance for related party transactions within the Spanish legal system of the Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and the Spanish Draft Bill transposing the aforementioned EU Directive. The treatment given to these transactions under the Spanish Companies Act as amended in 2014 corresponds largely to Directive 2017/828. However, significant differences still exist, making it essential to modify the current legal regime. Throughout this paper, the regulation in force, the framework provided by European legislation, and the legal regime to be incorporated with the Spanish Draft Bill will be analyzed. This approach seeks to provide a critical view of the current situation and of the proposal for the transposition into Spanish law.

Keywords: related party transactions, conflict of interest, duty of loyalty, listed companies, board of directors, Directive 2017/828, Spanish Draft Bill.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. RÉGIMEN DE LAS OPERACIONES CON PARTES VINCULADAS	7
2.1. Situación de conflicto de interés en las sociedades de capital	7
2.1.1. Posición del socio en conflicto de interés.....	8
2.1.2. Posición del administrador en conflicto de interés	8
2.2. Tipos de operaciones con partes vinculadas	10
2.3. Sociedades cotizadas y la aplicación del artículo 529.1 <i>ter</i> h) LSC.....	11
2.4. Problemática de la aplicación en el Derecho de grupos.....	16
3. OPERACIONES VINCULADAS EN LA DIRECTIVA 2017/828.....	18
3.1. Definición de partes vinculadas	19
3.1.1. Definición subjetiva.....	19
3.1.2. Definición objetiva	20
3.1.3. Excepciones	21
3.2. Deber de transparencia.....	24
3.3. Deber de ponderación	25
3.4. Deber de imparcialidad	26
4. ANTEPROYECTO DE LEY PARA LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA 2017/828.....	28
4.1. Definición de las operaciones vinculadas	28
4.2. Anuncio de las operaciones vinculadas e informe por tercero independiente.....	29
4.3. Aprobación de las operaciones vinculadas.....	32
4.4. Regímenes especiales.....	33
5. CONCLUSIONES	35
BIBLIOGRAFÍA	38
LEGISLACIÓN.....	39

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objeto el estudio del régimen de las operaciones con partes vinculadas en el Derecho español, la determinación de la forma en la que se va a ver afectado por la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (en adelante “Directiva 2017/828”) y la manera en la que se puede incorporar dentro del Derecho español con el anteproyecto de ley por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva 2017/828 (en adelante “Anteproyecto de Ley”), publicado el 25 de mayo de 2019.

La Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (en adelante “Directiva 2007/36”) tenía por objetivo consolidar los derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas y solucionar los problemas relativos a los derechos políticos en situaciones transfronterizas. Sin embargo, la crisis financiera del año 2008 puso de manifiesto la insuficiencia de la regulación europea en materia de Derecho de las sociedades cotizadas. Se apreció cómo los administradores habían tendido a asumir de forma generalizada un exceso de riesgos a corto plazo como consecuencia de las deficiencias en el régimen de retribución de los administradores, de la misma manera que se produjo una falta de seguimiento e implicación de los accionistas en la gestión empresarial.

En el Derecho español, la reforma realizada en 2014 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante “LSC”), introdujo un nuevo régimen para las operaciones con partes vinculadas. Este régimen se estructura desde la perspectiva del conflicto de interés. Para la realización de este tipo de operaciones se establece un procedimiento que garantiza la publicidad e imparcialidad de la operación, articulándose fundamentalmente a través de la dispensa a los administradores de la prohibición de contratar con la sociedad y de la regla conocida como *entire fairness test* en relación con el conflicto de interés de los socios.

De forma paralela, la OCDE promovió el análisis de las carencias y deficiencias que se habían puesto de manifiesto, así como la revisión de los Principios de Gobierno Corporativo. En abril

de 2015 se discutió en el Foro de Gobierno Corporativo del G20 un proyecto de revisión de los principios, cuyas novedades más relevantes respecto a las operaciones con partes vinculadas fue el refuerzo de las medidas de protección, tanto en la adopción de decisiones como en materia de transparencia, así como con respecto a otras situaciones de conflicto de interés, en particular, en relación con los grupos de sociedades.¹

El régimen de las operaciones con partes vinculadas es una de las principales novedades de la Directiva 2017/828. A su vez, ha sido uno de los mayores escollos en el proceso de elaboración y aprobación, ya que existen considerables diferencias entre los ordenamientos jurídicos de los Estados miembros en el Derecho de grupos.²

La Directiva 2017/828 trata de reforzar el régimen de control, supervisión y gestión de las sociedades cotizadas, fomentando la participación a largo plazo de los inversores. Entre otras medidas, promueve la transparencia de las sociedades cotizadas en determinadas materias como las operaciones con partes vinculadas. La Directiva 2017/828 identifica un riesgo potencial en las operaciones vinculadas, ya que, de acuerdo con los Considerandos, pueden causar la extracción de valor perteneciente a la sociedad, poniendo en el foco la necesidad de salvaguardias para la protección de los intereses de las sociedades y los accionistas.³

La metodología empleada en el presente trabajo consiste en la realización de un estudio del régimen vigente de las operaciones vinculadas en el Derecho español, del régimen propuesto por la Directiva 2017/828 y de las modificaciones que se pretenden introducir por el Anteproyecto de Ley, con especial atención en las principales discrepancias en la doctrina y las posibles alternativas que contiene el régimen propuesto. No se pretende llevar a cabo un análisis teórico-jurídico del tratamiento de las operaciones con partes vinculadas desde la perspectiva valorativa del Derecho de sociedades y de la regulación de los mercados de valores, ni tampoco un estudio histórico-comparado de esta cuestión. El trabajo aplica la metodología jurídica para la interpretación y aplicación del Derecho positivo en la comprensión del régimen vigente y proyectado de las operaciones con partes vinculadas.

¹ León Sanz, F. J. (2017). La reforma del Derecho europeo de sociedades cotizadas. En J. Juste y C. Espín (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: Liber Amicorum en honor a Fernando Rodríguez Artigas y Gaudencio Esteban Velasco*. Navarra: Aranzadi, pp. 146-147.

² *Ibíd.*

³ Considerando 42. Directiva 2017/828.

2. RÉGIMEN DE LAS OPERACIONES CON PARTES VINCULADAS

Las operaciones con partes vinculadas son operaciones que la sociedad realiza con personas con capacidad de influir en las decisiones societarias. La situación de conflicto que existe en este tipo de operaciones plantea el riesgo de que la sociedad pueda realizar operaciones que sean contrarias a sus intereses y beneficiosas para la contraparte, poniendo de manifiesto la necesidad de controlar preventivamente la operación antes de que la sociedad quede obligada.⁴

Existen tres ámbitos donde las operaciones con partes vinculadas tienen relevancia jurídica.⁵ Respecto a la información contable-financiera, la regulación tiene como objetivo informar sobre el impacto de la operación vinculada en la situación y en los resultados de la sociedad. Respecto al mercado de valores, desde la perspectiva de la protección de los inversores, cobra una especial significación la publicación de la información pertinente sobre las operaciones vinculadas. Y respecto al Derecho de sociedades, estas operaciones quedan sujetas al régimen de los conflictos de interés. Este último ámbito es el que será objeto de estudio en el presente trabajo.

2.1. Situación de conflicto de interés en las sociedades de capital

El Derecho español prevé un régimen especial de aprobación de las operaciones con partes vinculadas. Este régimen se articula desde la perspectiva del conflicto de interés, que se produce cuando entran en colisión de forma directa o indirecta los intereses de la sociedad con los intereses particulares de los socios o los administradores. Este régimen es diferente en función de si el interés particular que está en conflicto con el interés social es representado por un socio o un administrador.

⁴ Latorre Chiner, N. (2019). Las operaciones vinculadas en las sociedades no cotizadas (la limitada eficacia del control preventivo). *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 313. Recuperado de <https://proview.thomsonreuters.com/>

⁵ León Sanz, F. J. (2017). *Op. cit.* p. 162.

2.1.1. Posición del socio en conflicto de interés

El fundamento de este régimen especial se encuentra en el deber de fidelidad del socio en el contrato de sociedad. Como el fin social de la sociedad es el medio para satisfacer los intereses particulares de los socios, estos deben ser tomados en consideración dentro de la sociedad.⁶ El alcance del deber de fidelidad viene determinado por el interés social como interés común de los socios. La promoción del fin común determina que el socio no debe obtener ventajas para sí a costa del sacrificio de la sociedad.⁷ Parte de la doctrina entiende que según este deber el socio no debe anteponer su interés particular al de la sociedad.⁸

En las sociedades de capital, la norma que regula el conflicto de interés del socio con la sociedad se encuentra en el artículo 190 LSC. Si la operación consiste en la facilitación de cualquier tipo de asistencia financiera, el socio tendrá el deber de abstenerse en la aprobación de la operación. En el resto de operaciones se establece la regla del *entire fairness test*, que permite el voto del socio afectado por el conflicto de interés y que, en caso de impugnación del acuerdo por el que se aprueba la operación, invierte la carga de probar la conformidad del acuerdo con el interés social, haciendo recaer esta sobre el socio afectado por el conflicto.

Este régimen entra en juego cuando la competencia para aprobar la operación recae en la junta general, que será en las operaciones en las que el valor supere el 25% del valor total de los activos de la sociedad y otras reservadas por la ley o los estatutos (artículo 160 f) y j) LSC); en el caso de las sociedades cotizadas habrá que tener en cuenta las competencias adicionales contenidas en el artículo 511 *bis* LSC.

2.1.2. Posición del administrador en conflicto de interés

El régimen del conflicto de interés entre los administradores y la sociedad encuentra su fundamento en el deber de lealtad del administrador. El artículo 227 LSC establece la

⁶ Girón Tena, J. (1976). *Derecho de sociedades*. Madrid: [s.n.], p. 40.

⁷ *Ibíd.*, pp. 296-297.

⁸ Valpuesta Gastaminza, E. (2018). *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*. Madrid: Wolters Kluwer, p. 467.

obligación de los administradores de actuar “*con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad*”. Este deber trata de evitar que los administradores puedan ejecutar sus funciones con el ánimo de beneficiarse personalmente en perjuicio de los accionistas.⁹

Dentro de este deber de lealtad, el artículo 228 e) LSC establece la obligación del administrador de evitar incurrir en situaciones de conflicto de interés. En particular, el artículo 229 a) LSC prohíbe al administrador y a las personas vinculadas a este (artículo 229.2 LSC) realizar transacciones con la sociedad, excepto que estas se traten de operaciones ordinarias, hechas en condiciones estándar y de escasa relevancia. De esta forma, las operaciones entre la sociedad y los administradores o personas vinculadas a estos estarían prohibidas, con la excepción de aquellas ordinarias y cuya información no sea necesaria para reflejar la imagen fiel de la sociedad.

Se trata de un régimen que tiene carácter imperativo, si bien el artículo 230.2 LSC permite a la sociedad realizar una dispensa *ad hoc* de esta prohibición del administrador. La norma busca establecer un régimen de dispensa que asegure la independencia del órgano que otorga la misma respecto del administrador afectado y que garantice el carácter razonable, la conformidad con los intereses sociales y la transparencia de la operación.¹⁰

En el caso de que el valor la transacción supere el 10% de los activos sociales, el artículo 230.2 II LSC determina que la competencia para otorgar esta dispensa la tendrá la junta general. Por otro lado, en el caso de que sea inferior al 10%, el artículo 230.2 III LSC permite que la autorización sea otorgada por el órgano de administración siempre que quede garantizada la independencia de los miembros y se asegure la inocuidad de la operación o su realización en condiciones de mercado. Además, el administrador en conflicto de interés tiene la obligación de abstenerse en la votación en la que se aprueba la dispensa de la prohibición de realizar una operación en la que él o una persona vinculada a él estén afectados por un conflicto de interés (artículos 190.1 e) y 228 c) LSC).

⁹ García de Enterría, J. y Iglesias Prada, J. L. (2018). Los órganos de las sociedades de capital (II) Los administradores. En A. Menéndez y A. Rojo (Dirs.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, vol. I. Navarra: Aranzadi, pp. 506-507.

¹⁰ Paz-Ares, C. (2015). Anatomía del deber de lealtad. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 39, p. 57. Recuperado de <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4614/documento/at03.pdf?id=5766>

La normativa también obliga a realizar la operación con un mínimo de transparencia. El artículo 229.3 LSC obliga a los administradores a comunicar las situaciones de conflicto de interés, directo o indirecto, que tengan estos o personas vinculadas a estos con el interés de la sociedad. Además, el artículo 230.2 III LSC establece la obligación de garantizar la transparencia del proceso de autorización de la operación con el administrador.

2.2. Tipos de operaciones con partes vinculadas

La doctrina clasifica las operaciones con partes vinculadas dentro del Derecho español en tres tipos en función de la entidad y la trascendencia de la operación para los intereses sociales y de la competencia para la aprobación de esta. Desde esta perspectiva, las operaciones con partes vinculadas se podrían entender como operaciones estructurales, operaciones ordinarias y operaciones extraordinarias.¹¹

Las *operaciones estructurales* son aquellas que por su importancia la competencia para la aprobación de estas recae en la junta general. En las sociedades de capital la junta general tiene reservada la competencia para aprobar operaciones cuyo objeto son activos esenciales de la sociedad y representan más del 25% de estos, y aquellas otras reservadas por la ley o los estatutos (artículo 160 f) y j) LSC). En las sociedades cotizadas, la junta general también tiene reservada la competencia para la aprobación de operaciones en las que se transfieran actividades esenciales a entidades dependientes y operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad (artículo 511 *bis* LSC). En estos tipos de operaciones, el artículo 190.3 LSC permite el voto del socio incurso en conflicto de interés y establece la regla del *entire fairness test*, que invierte la carga de probar, en caso de impugnación del acuerdo, la conformidad de la operación con el interés social.

También son operaciones estructurales aquellas en las que la junta general tiene la competencia de otorgar la dispensa del deber de lealtad del administrador. La junta general tiene esta competencia siempre que el valor de la operación supere el 10% de los activos

¹¹ Paz-Ares, C. (2018). *Un apunte sobre la incorporación de la Directiva 2017/828 en materia de transacciones vinculadas en el seno de los grupos de sociedades*. Recuperado de <https://almacenederecho.org/un-apunte-sobre-la-incorporacion-de-la-directiva-2017828-en-materia-de-transacciones-vinculadas-en-el-seno-de-los-grupos-de-sociedades/>

sociales o, en caso contrario, el órgano de administración no cumpla con los requisitos de independencia e inocuidad de la operación (artículo 230.2 II LSC). En este caso, el artículo 190.1 e) LSC establece la obligación de abstenerse al socio-administrador incurso en conflicto de interés en la votación del acuerdo que tenga por objeto dispensarle de las obligaciones del deber de lealtad.

Las *operaciones ordinarias* son aquellas realizadas en condiciones estándar para los clientes y de escasa relevancia económica, siempre que no sea necesario proporcionar información sobre ellas para expresar la imagen fiel de la sociedad. Debido a su escaso impacto económico y la alta frecuencia en la que se realizan, la aprobación de estas puede ser delegada en el consejero delegado o en el equipo ejecutivo. El artículo 229.1 a) LSC excluye *sensu contrario* la prohibición de los administradores de realizar este tipo de operaciones y, por lo tanto, la necesidad de dispensar esta prohibición antes de la aprobación de estas.

Las *operaciones extraordinarias* son el resto de las operaciones que no están dentro de los supuestos anteriores y que deben ser comunicadas al órgano de administración para la dispensa de la prohibición de realizar la transacción y la aprobación de esta. En este caso, la dispensa podrá ser otorgada por el órgano de administración siempre que se cumplan los requisitos de independencia y transparencia. En el caso de que el órgano de administración de la sociedad tenga forma de consejo de administración, la letra c) del artículo 249 *bis* LSC prohíbe la delegación en el consejero delegado de la autorización o dispensa de las obligaciones del deber de lealtad, donde se incluye la prohibición del administrador de realizar operaciones con la sociedad.

2.3. Sociedades cotizadas y la aplicación del artículo 529.1 *ter h)* LSC

En las sociedades de capital la competencia en cuanto a la gestión ordinaria de la sociedad recae sobre el órgano de administración. Este órgano ejerce la administración de la sociedad con autonomía orgánica respecto a la junta general. En relación con las instrucciones impartidas por la junta general, corresponde al órgano de administración proporcionar la

información necesaria y preparar y ejecutar los acuerdos que han sido aprobados por la junta general.¹²

El artículo 529 *bis* LSC establece que las sociedades cotizadas tienen la obligación de estar administradas por un consejo de administración. Esta forma de organizar la administración en las sociedades cotizadas parece intensificar la autonomía del órgano de administración. La gran base accionarial de este tipo de sociedades suele estar compuesta por inversores carentes de interés y sin posibilidades de ejercer el control sobre el funcionamiento ordinario de la sociedad. Además, en este tipo de sociedades es frecuente la delegación de funciones en un consejero delegado, lo que tiene como resultado la dilución de la función administradora-gestora del consejo de administración para convertirse realmente en un órgano de supervisión.¹³ Esto tiene como consecuencia el aumento del riesgo de extracción de los beneficios sociales por parte de la persona encargada de la gestión y representación de la sociedad en detrimento del interés social.

El movimiento *corporate governance* busca equilibrar los poderes en las sociedades cotizadas. Partiendo de la confianza en el funcionamiento de los mercados, busca evitar que se concentren estos poderes en los consejeros ejecutivos y en el equipo directivo; así como que el órgano de administración participe activamente en la gestión, vigilancia y control de la sociedad.¹⁴

En sede de sociedades cotizadas, la norma que regula las operaciones con partes vinculadas se encuentra en el artículo 529 *ter* 1.h) LSC. Aunque esta se encuentra en un artículo cuya finalidad es prohibir la delegación de ciertas facultades en el consejero delegado, materialmente introduce un nuevo régimen especial para las operaciones con partes vinculadas.

¹² Alonso Ureba, A. (2016). El modelo de Consejo de Administración de la Sociedad cotizada tras la reforma legal de 2014 y el CBG de 2015. En F. Rodríguez, L. Fernández, J. Quijano y otros (Dirs), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, t. II. Navarra: Aranzadi. Recuperado de <https://proview.thomsonreuters.com/>

¹³ Sánchez Calero, F. (2007). *Los administradores en las sociedades de capital*. Navarra: Aranzadi, pp. 738 y 768.

¹⁴ *Ibid.*, p. 743.

Existe discusión en la doctrina sobre si este artículo supone la *derogación implícita del régimen general*, donde la competencia en la dispensa del deber de lealtad recae en la junta general cuando la operación supera el 10% de los activos sociales (artículo 230.2 LSC). El artículo 529 *ter* 1.h) LSC parece que otorga la competencia para la dispensa del deber de lealtad al consejo de administración “*en los términos de los artículos 229 y 230*”. Esto puede dar lugar a entender que se respeta el régimen general, en cuanto a la competencia de la junta general para la dispensa del deber de lealtad en ciertas operaciones, y que este también debe ser aplicable a las sociedades cotizadas. Sin embargo, parte de la doctrina rechaza esta interpretación en base a que lo dispuesto en la LSC podría responder a la consideración, desde un punto de vista teleológico, de que la junta general no dispone de mecanismos suficientes que impidan a la parte vinculada de valerse de su especial posición en la sociedad.¹⁵

En cuanto a la *definición de las operaciones con partes vinculadas* sujetas a este régimen, se incluyen aquellas realizadas con sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad cotizada y con accionistas titulares de una participación significativa. A falta de una definición en la LSC, se considera participación significativa la que se determina en la normativa relativa a los mercados de valores, que es aquella que supera el 3% de los derechos de voto dentro de una sociedad.¹⁶ Estos accionistas significativos pueden superar el umbral de forma individual o concertada. También se incluyen aquellos accionistas significativos representados en el consejo de administración, los de otras sociedades del mismo grupo y las personas vinculadas a los accionistas significativos.

Al extender la prohibición de los administradores de realizar operaciones con la sociedad a los socios significativos, aparece la problemática de la determinación de las partes que deben considerarse como vinculadas a estos. Debido al distinto fundamento en la relación de ambos con la sociedad, la doctrina discute la legitimidad de la extensión del artículo 231 LSC, que

¹⁵ Latorre Chiner, N. (2019). *La competencia de la junta general de la sociedad cotizada para autorizar operaciones vinculadas*. Recuperado de <https://almacendederecho.org/la-competencia-de-la-junta-de-la-sociedad-cotizada-para-autorizar-operaciones-vinculadas/>

¹⁶ Artículo 125 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante “LMV”), concretado por el artículo 23 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

determina las partes vinculadas a los administradores, en los supuestos en los que el conflicto de interés se produzca con el socio significativo.

En relación con el *deber de abstención*, este se extiende a los consejeros afectados o que representen o estén vinculados a los accionistas afectados por el conflicto de interés. El artículo 529 *ter* 1.h) LSC establece que estos deberán abstenerse de participar en la deliberación y votación del acuerdo.

La problemática en este supuesto se encuentra en el fundamento del deber de abstención. Algunos autores consideran que no es correcto entender que el administrador nombrado por el socio se encuentre en una situación de conflicto de interés cuando sea el socio la parte vinculada en la operación con la sociedad. De esta forma se deslegitimaría a los administradores nombrados por la mayoría o por accionistas con una participación importante por el mero hecho de ser nombrados por ellos, vulnerando el derecho de implicación del socio en la sociedad. Se podría decir que se plantea una contradicción valorativa entre el deber de abstención del consejero dominical y la previsión de que el socio no tiene el deber de abstención en este tipo de operaciones en la junta general.¹⁷ También se estaría dejando la toma de decisiones en manos de los consejeros independientes, sin tener en cuenta la responsabilidad que deben asumir los nombrados por la mayoría o por los accionistas con una participación importante.

Por el contrario, otra parte de la doctrina entiende que el consejero dominical, a pesar de que esté nombrado por el socio, debe actuar en sus funciones como administrador en el mejor interés de todos los socios; y justifica así el deber de abstención de estos en las operaciones vinculadas con el socio en conflicto de interés. En este caso se trataría de un conflicto de interés por cuenta ajena. Los consejeros designados no estarían sujetos a un mandato individual por parte del socio que los designa, sino a un mandato colectivo impartido por el conjunto de todos los socios.¹⁸ De esta forma se rechaza la hipótesis de que estos sean

¹⁷ Latorre Chiner, N. (2017). Las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas. Especial atención a las operaciones intragrupo. *Revista de Derecho de Sociedades*, v. 51. Recuperado de <https://proview.thomsonreuters.com/>

¹⁸ Alfaro Águila, J. (2018). *El deber de actuación independiente de los administradores en el mejor interés de la sociedad*. Recuperado de <https://almacendederecho.org/deber-actuacion-independiente-los-administradores-mejor-interes-la-sociedad/>

portadores de los intereses del socio que los ha nombrado en el órgano de administración. La abstención sería una garantía más para asegurar la independencia e inocuidad de la operación.

Respecto al *régimen de ponderación y transparencia*, se establece de forma obligatoria y previa a la aprobación de las operaciones con partes vinculadas por el consejo de administración de la realización de un informe por la comisión de auditoría. Esta comisión de auditoría estará integrada por una mayoría de consejeros independientes en virtud del artículo 529 *quaterdecies* 1. LSC. De esta forma se estarían aumentando las garantías respecto al carácter equitativo y la transparencia de la operación.

En cuanto a las *operaciones ordinarias*, se establece una definición más estricta de las mismas. La normativa establece que estas tendrán que reunir de forma cumulativa las siguientes características: i) ser realizadas en virtud de condiciones estándar y que se apliquen en masa; ii) que sean a precios establecidos con carácter general; y iii) que su cuantía no supere el 1% de los ingresos anuales de la sociedad.

Como excepción al régimen anterior, el artículo 529 *ter* 2. LSC permite que, cuando concurren *circunstancias de urgencia debidamente justificadas*, se puedan adoptar las decisiones correspondientes sobre las materias indelegables —entre las que se incluye la aprobación de las operaciones con partes vinculadas— por el consejero delegado, siempre que sean ratificadas en el primer consejo de administración que se celebre tras la adopción de la decisión.

Es discutido por parte de la doctrina la aplicabilidad de esta última excepción a la aprobación de operaciones con partes vinculadas. A este respecto, se recuerda que la norma general para las sociedades cotizadas no permite al consejero delegado realizar ninguna operación a no ser que cumpla los requisitos para que se considere como una operación ordinaria. En las sociedades cotizadas existe la peculiaridad de que las funciones de los consejeros suelen basarse en actos de supervisión, mientras que las funciones ejecutivas recaen sobre los consejeros delegados. Como norma especial, el consejero delegado de una sociedad cotizada debería poder realizar una operación en circunstancias de urgencia y de forma debidamente justificada. No obstante, como destaca otra parte de la doctrina, la validez de la operación estaría supeditada a la ratificación de esta por el primer consejo de administración que se celebre tras la operación, pues se trata de una materia que afecta a la formación de la voluntad del órgano de administración y a la manera de adoptar las decisiones determinada legalmente.

En el caso de que la actuación del consejero delegado no fuera ratificada por el consejo de administración, debería considerarse esta operación nula de pleno derecho.¹⁹

2.4. Problemática de la aplicación en el Derecho de grupos

El Derecho español no tiene una normativa específica aplicable al Derecho de grupos. Esto tiene como consecuencia la aplicación del régimen general de las operaciones con partes vinculadas a las operaciones intragrupo. Sin embargo, la aplicación de este régimen a este tipo de operaciones es discutida por gran parte de la doctrina.

Mientras que la aplicación de este régimen daría lugar a un conflicto de interés estructural dentro de los grupos de sociedades, la falta de aplicación tendría como consecuencia un incremento en el riesgo del conflicto por el aprovechamiento de los beneficios sociales en interés del grupo y en detrimento de los socios externos.

Respecto al deber de abstención del administrador dominical, parte de la doctrina entiende que afecta a la toma en consideración del interés del grupo. Desde el momento en el que el administrador dominical nombrado por el socio de control se abstiene en la deliberación de las operaciones, se deja la aprobación de estas en manos de los consejeros independientes y externos. Esto dificulta tener en cuenta el interés del grupo en el consejo de administración y, por consiguiente, la operativa del grupo.²⁰

También entienden que la existencia del grupo crea una situación estructural de conflicto de interés, que afectaría de forma permanente a cualquier administrador que ocupara esa posición. Las normas de conflicto de interés están pensadas para situaciones ocasionales y

¹⁹ Portellano Díez, P. (2016). El deber de evitar situaciones de conflicto de interés: entre la imperatividad y la dispensa [arts. 229, 230 y 529 ter.1.h) LSC] En F. Rodríguez, L. Fernández, J. Quijano y otros (Dirs), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, t. II. Navarra: Aranzadi. Recuperado de <https://proview.thomsonreuters.com/>

²⁰ Fernández del Pozo, L. (2018). Las operaciones vinculadas intragrupo. Estado de la cuestión en Derecho Español y necesidad de su reforma. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 149. Recuperado de <https://proview.thomsonreuters.com/>; y Latorre Chiner, N. (2017). *Op. cit.*

particulares de un sujeto. Por tanto, no debería considerarse que existe un conflicto personal, ya que no se trata de un administrador en concreto ni le afecta de forma ocasional.²¹

Por otro lado, otra parte de la doctrina entiende que el conflicto de interés del socio dominante se debe extender a los administradores dominicales. El artículo 529 ter 1.h) LSC lo recoge expresamente en sede de cotizadas. Negar este conflicto de interés por cuenta ajena entraría en contradicción con el mandato natural existente en la relación entre la sociedad dominante con una de su grupo.²² Esta tesis entiende que el interés del grupo solo tiene que ser tomado en consideración en la medida en que es un interés que forma parte del interés social, y no como un interés superior o distinto.²³

Una solución propuesta por parte de estos autores para evitar los problemas del conflicto de interés en los administradores dominicales dentro de la operativa del grupo es la de incorporar en este tipo de operaciones la regla del *entire fairness test*, al igual que se recoge en sede de junta general con el conflicto de interés del socio.

²¹ Latorre Chiner, N. (2017). *Op. cit.*

²² Paz-Ares, C. (2019). *¿Derecho común o derecho especial de grupos? Esa es la cuestión*. Navarra: Civitas, pp.186-187.

²³ *Ibid.*, p. 117.

3. OPERACIONES VINCULADAS EN LA DIRECTIVA 2017/828

La normativa comunitaria existente hasta la publicación de la Directiva 2017/828 era de carácter esencialmente contable y de información para los mercados, lo que no resultaba suficiente para evitar los riesgos inherentes a las transacciones con partes vinculadas.²⁴ La Directiva 2017/828 modifica la Directiva 2007/36 e introduce un nuevo artículo 9 *quater*, que establece medidas de control sobre las operaciones vinculadas además de las ya existentes en los Estados miembros. Este artículo determina que tipo de operaciones vinculadas pueden ser importantes, el procedimiento de aprobación de estas operaciones y refuerza las medidas sobre transparencia e información al mercado y los accionistas, prestando una especial atención a los minoritarios.

La técnica jurídica en la redacción de este artículo no ha sido la más precisa. La terminología ha sido amplia, conteniendo a veces meros principios generales, y se ha otorgado un gran margen de discrecionalidad a los Estados miembros. Además, se permite a los Estados miembros que establezcan disposiciones más estrictas.²⁵ Esto tendrá como resultado una falta de armonización entre las normativas de los Estados miembros que impedirá eliminar las diferencias existentes.

La nueva Directiva 2017/828, en lo que respecta a las operaciones con partes vinculadas, se basa en tres principios fundamentales.²⁶ El *principio de transparencia*, por el que las operaciones con partes vinculadas han de ser objeto de publicidad en el momento de su ejecución; el *principio de ponderación*, que establece medidas que permiten apreciar si la operación es justa y razonable mediante la intervención de expertos o consejeros independientes; y el *principio de imparcialidad*, que busca establecer garantías en relación con la participación de la persona afectada por el conflicto de interés.

²⁴ Guerra Martín, G. (2017). El régimen sobre operaciones vinculadas en la Directiva 2017/828 y su eventual impacto en el ordenamiento español. *Revista de Derecho de Sociedades*, v. 51. Recuperado de <https://proview.thomsonreuters.com/>

²⁵ Considerando 55, Directiva 2017/828.

²⁶ León Sanz, F. J. (2019). Las operaciones con partes vinculadas en la Directiva 2017/828. *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 312. Recuperado de <https://proview.thomsonreuters.com/>

3.1. Definición de partes vinculadas

3.1.1. Definición subjetiva

La Directiva 2017/828 añade el apartado h) al artículo 2 de la Directiva 2007/36, con el que introduce la definición de parte vinculada. Establece esta definición en el mismo sentido que las Normas Internacionales de Contabilidad (en adelante “NIC”) adoptadas de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad. Para definir el concepto de parte vinculada, el legislador europeo hace remisión a la NIC 24.

Previamente y de forma espontánea, regulaciones de distintos ámbitos ya estaban utilizando este concepto para definir las operaciones con partes vinculadas. Esta definición tiene carácter imperativo y no puede ser modificada por los Estados miembros. El legislador comunitario unifica de esta manera la definición entre todos los Estados miembros y entre la regulación contable y societaria.²⁷

El origen privado de la institución que elabora las NIC podría plantear problemas de legitimidad desde el punto de vista del sistema de fuentes dentro de un Estado de derecho como principio constitucional, en cuanto delimita las obligaciones que derivan de los deberes de información, transparencia e imparcialidad.²⁸

En la normativa española, dentro de la regulación sobre los mercados de valores, existe una definición similar en la Orden EHA 3050/2004, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. En la normativa societaria ya vimos el concepto de parte vinculada que tiene el artículo 529 *ter* 1.h) LSC para las sociedades cotizadas.²⁹

La Directiva 2017/828, mediante la remisión a la NIC 24, incluye no solo a los consejeros, sino también al personal clave de la dirección en la entidad o en su dominante. Esto se traduce

²⁷ Guerra Martín, G. (2017). *Op. cit.*

²⁸ León Sanz, F. J. (2019). *Op. cit.*

²⁹ *Vid. supra* p. 13.

en la inclusión de los altos directivos. También incluye las operaciones verticales de la sociedad con su filial o subfilial y las operaciones horizontales entre dos sociedades dominadas dentro del mismo grupo cuando la matriz es la sociedad cotizada, que no están incluidas en la normativa española. Respecto a las relaciones familiares, mientras que la normativa comunitaria solo incluye al cónyuge y a los hijos y personas dependientes de este y de la persona en conflicto de interés, la normativa española también incluye a los ascendientes, hermanos y cónyuges de los anteriores como personas vinculadas. En cuanto a la participación significativa, mientras que en la normativa española se considera el umbral en el 3%, la NIC 28 establece el umbral en el 20% de los derechos de voto.

En las personas vinculadas a los administradores o socios incurso en conflicto de interés y el umbral para definir el concepto de participación significativa, la normativa española podría seguir siendo más estricta. Sin embargo, en cuanto al resto de elementos que definen subjetivamente la parte vinculada, sería necesario una modificación que adaptase a nuestro ordenamiento jurídico la definición requerida por la Directiva 2017/828.

3.1.2. Definición objetiva

El apartado 1 del artículo 9 *quater* que introduce la Directiva 2017/828 establece un concepto abierto de operaciones vinculadas importantes, que serán las que estén sujetas a este régimen. La definición de este tipo de operaciones está delegada en los Estados miembros. Estos tienen la posibilidad de adoptar distintas definiciones de operaciones importantes para las obligaciones de transparencia y ponderación.

Para el concepto material de operación vinculada se debe entender que se incluye cualquier operación, con independencia del tipo de negocio jurídico, con contenido patrimonial que se celebre, ya sea de carácter oneroso o lucrativo.³⁰ Los Estados miembros tendrán que establecer la definición de operación vinculada mediante dos criterios: i) la influencia de la información sobre la operación que pueda tener sobre las decisiones económicas de los accionistas; y ii) el riesgo que la operación entraña para la sociedad y sus accionistas no vinculados. Los Estados miembros tendrán que fijar algún indicador cuantitativo basado en el

³⁰ Fernández del Pozo, L. (2018). Transparencia y aprobación de operaciones con partes vinculadas. *La Ley mercantil*, núm. 50, p. 9.

impacto de la operación en la situación financiera, los ingresos, los activos, la capitalización, el volumen de negocio o la naturaleza de la operación y la posición de la parte vinculada.

El apartado 8 del artículo 9 *quater* que introduce la Directiva 2017/828 también incorpora una regla de agregación para las operaciones vinculadas que se hayan realizado con la misma parte vinculada para determinar si están sujetas al régimen de las operaciones vinculadas importantes. La norma comunitaria obliga a los Estados miembros a agregar las operaciones realizadas con una parte vinculada en un periodo de doce meses o durante el mismo ejercicio a efectos de la aplicación de los deberes de la Directiva.

En la normativa española, al establecer el artículo 529 *ter* 1.h) LSC como excepción al régimen especial de las sociedades cotizadas las operaciones que cumplan tres requisitos cumulativos, utilizando criterios cuantitativos y teniendo en cuenta la influencia de la operación sobre los accionistas y el riesgo para los accionistas que no son partes vinculadas, se cumple con lo requerido por la norma comunitaria para la definición objetiva de las operaciones vinculadas.³¹ Se establece así un umbral que diferencia las operaciones importantes sujetas a este régimen especial de las que son poco significantes y, por tanto, no están sujetas.

Respecto a la regla de agregación para las operaciones vinculadas que se hayan realizado con la misma parte vinculada, la normativa española no prevé ninguna regla similar. Por tanto, será necesario incorporar esta regla para evitar la evasión de este régimen mediante la desconcentración de las operaciones y adaptar nuestra normativa a los requerimientos de la Directiva 2017/828.

3.1.3. Excepciones

Los apartados 5 y 6 del artículo *quater* que se introducen por la Directiva 2017/828 establecen un régimen de excepciones a los que podrá no ser aplicable la normativa sobre información,

³¹ Alfaro Águila, J. (2017). *Modificaciones necesarias del Derecho español para incorporar la Directiva sobre operaciones con partes vinculadas*. Recuperado de <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2019/06/el-regimen-de-las-transacciones.html>

transparencia y ponderación de las operaciones con partes vinculadas, aunque estas cumplan los criterios para que sean consideradas como importantes.

En primer lugar, el apartado 5 establece una excepción sobre las operaciones ordinarias. El régimen de la Directiva 2017/828 no será aplicable a las operaciones que se realicen en el curso ordinario de la actividad empresarial y concluidas en condiciones normales de mercado. Solo se requerirá un procedimiento interno para la evaluación periódica de las operaciones que cumplan las anteriores condiciones, en el que no participarán las partes vinculadas. No obstante, los Estados miembros tienen la facultad de someter estas operaciones al régimen general de las operaciones vinculadas.

En la normativa española este supuesto ya se introdujo mediante la reforma de la LSC de 2014. El artículo 529 *ter* h) LSC no exige el informe de la comisión de auditoría para este tipo de operaciones. Además, estas se pueden delegar en el consejero delegado.³² La normativa nacional sería más estricta que la Directiva 2017/828. Aquella, además de exigir que se realicen en el curso ordinario y en condiciones de mercado, establece que la cuantía no debe ser superior al 1% de los ingresos anuales. En todo caso, sería necesario incorporar el procedimiento interno de evaluación periódica para este tipo de operaciones.

En segundo lugar, el apartado 6 faculta a los Estados miembros a no aplicar o permitir que las sociedades no apliquen este régimen a las siguientes operaciones:

a) las operaciones celebradas entre la sociedad y sus filiales, siempre que estas sean íntegramente de su propiedad, que ninguna otra parte vinculada de la sociedad tenga intereses en la empresa filial, o que el Derecho nacional prevea una protección adecuada de los intereses de la sociedad, de la filial y de sus accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, en dichas operaciones;

b) tipos claramente definidos de operaciones para las que el Derecho nacional exige la aprobación de la junta general, siempre que la normativa de que se trate aborde de manera concreta y ampare adecuadamente el trato justo a todos los accionistas y los intereses de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios;

³² *Vid. supra* p. 11.

c) las operaciones relativas a la remuneración de los administradores, o a determinados componentes de esta, abonada o por abonar de conformidad con el artículo 9 bis;

d) las operaciones celebradas por entidades de crédito basándose en medidas destinadas a la salvaguardia de su estabilidad, adoptadas por la autoridad competente responsable de la supervisión prudencial en el sentido del Derecho de la Unión;

e) las operaciones ofrecidas con las mismas condiciones a todos los accionistas en las que queden garantizadas la igualdad de trato a estos y la protección de los intereses de la sociedad.

En el Derecho nacional no existe ninguna norma especial que recoja un conjunto de operaciones que están excluidas de la aplicación del régimen especial. Algunos supuestos podrían entenderse excluidos dentro de la normativa española, como podrían ser la remuneración de los administradores³³ y las operaciones que son competencia de la junta general.

No sería posible incorporar la excepción relativa a las operaciones vinculadas entre la matriz y las filiales que no están íntegramente participadas, ya que se exige que el Derecho nacional tenga una regulación especial respecto al Derecho de grupos que establezca medidas de protección adecuadas para los intereses de la sociedad, la filial y los accionistas que no sean partes vinculadas.³⁴

Quedaría bajo la voluntad del legislador español incorporar las excepciones relativas a las operaciones de entidades de créditos basadas en la salvaguarda de la estabilidad, las ofrecidas con las mismas condiciones a todos los accionistas³⁵ y las operaciones con filiales íntegramente participadas.

³³ Con la reforma de la LSC de 2014 se cumple con las exigencias de la Directiva 2017/828.

³⁴ León Sanz, F.J. (2019). *Op. cit.*

³⁵ *Ibid.* En el Derecho español se reconoce el principio de igualdad de trato a todos los accionistas. Sin embargo, esta excepción parece requerir una norma concreta respecto a las operaciones vinculadas que garantice de forma específica la igualdad de trato y la protección de los intereses.

3.2. Deber de transparencia

Debido a la dificultad de que los terceros conozcan de la realización de una operación vinculada los deberes de transparencia tienen un papel fundamental. Estos deberes ayudan a conocer el impacto de la operación en la sociedad y motivan a la mejor actuación e independencia del órgano de aprobación, reforzando así el cumplimiento de las demás garantías.³⁶

La Directiva 2017/828 incorpora el apartado 2 del artículo 9 *quater*, donde establece que los Estados miembros garantizarán que las sociedades anuncien públicamente las operaciones significativas con partes vinculadas. Este anuncio se tendrá que realizar a más tardar en el momento de su celebración e incluir información sobre el nombre y la naturaleza de la relación con la parte vinculada, la fecha y el valor de la operación, y cualquier otra información necesaria para valorar si la operación es justa y razonable.

Por otro lado, el apartado 7 del mismo artículo establece la obligación del anuncio de las operaciones importantes entre las partes vinculadas de la sociedad y sus filiales, acompañándolo de un informe que valore si la operación es justa y razonable. Esta obligación busca maximizar la transparencia de las operaciones que realicen los consejeros, altos directivos y accionistas significativos con las filiales de la sociedad.³⁷

Los deberes de transparencia en las operaciones vinculadas se encuentran en la normativa contable, en la del Derecho de sociedades y en la del mercado de valores, teniendo todas estas distintos objetivos que resultan en regímenes jurídicos con distintos conceptos de operación o parte vinculada.³⁸

En el Derecho nacional no existe ninguna norma que obligue a realizar la publicación de las operaciones vinculadas significativas en el momento de su celebración. La publicación de este tipo de operaciones para las sociedades cotizadas solo está prevista como deberes de información periódica en: i) las cuentas anuales individuales y consolidadas, según el Plan

³⁶ Martínez Flores, A. (2019). La transparencia de las operaciones vinculadas celebradas por las sociedades cotizadas. *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 313. Recuperado de <https://proview.thomsonreuters.com/>

³⁷ *Ibíd.*

³⁸ *Ibíd.*

General de Contabilidad; ii) la memoria, como establece el artículo 118.3 LMV y 260 LSC; iii) el informe semestral, de acuerdo con el Real Decreto 1362/2007, la Orden EHA/3050/2004 y la Circular 3/2018; y iv) el informe anual de gobierno corporativo, según el artículo 540 LSC.

Esta información periódica no es suficiente para intentar evitar los posibles riesgos que se generan en una operación vinculada. La normativa comunitaria busca una protección *ex ante* que facilite a los potencialmente afectados el conocimiento de la operación y la protección de sus intereses. El Derecho nacional necesitaría incorporar la obligación de la publicación de las operaciones con partes vinculadas, tanto las realizadas por la sociedad con sus partes vinculadas como las de las partes vinculadas con las filiales de la sociedad.

3.3. Deber de ponderación

El apartado 3 del artículo 9 *quater* que incorpora la Directiva 2017/828 otorga a los Estados miembros la posibilidad de establecer la obligación de elaborar un informe público que acompañe al anuncio de la operación y evalúe si esta es justa y razonable. Este informe puede ser elaborado por un tercero independiente, el órgano de administración de la sociedad o el comité de auditoría u otro independiente, siempre que no participen las partes vinculadas en la elaboración de dicho informe.

Este informe parecería ser un elemento a tener en cuenta para la aprobación de la operación. Sin embargo, al vincular la elaboración del informe al anuncio de la operación en vez de a la aprobación de esta, en realidad se está estableciendo un control que podría ser *ex post* e independiente de la aprobación de la operación vinculada.³⁹

En el Derecho español, el artículo 529 *ter* 1.h) LSC requiere la elaboración de un informe por parte de la comisión de auditoría de forma previa a la aprobación de determinadas operaciones vinculadas. Esta comisión de auditoría debe estar formada por una mayoría de consejeros independientes en virtud del artículo 529 *quaterdecies* LSC. A diferencia de la Directiva 2017/828, este informe se requiere en relación con los deberes de imparcialidad de

³⁹ *Ibid.* y Guerra Martín, G. (2017). *Op. cit.*

la operación y no con los deberes de transparencia, ya que constituye un requisito previo a la aprobación de la operación.⁴⁰

Para adaptar el informe de la normativa nacional a la comunitaria se deberían introducir algunos requisitos respecto al contenido de este. Además, se debería exigir que este se hiciera público junto con el anuncio de la operación vinculada para cumplir con la opción prevista en la normativa comunitaria.

3.4. Deber de imparcialidad

La Directiva 2017/828 parte de la base de que la parte vinculada en una sociedad cotizada tiene la posibilidad de influir de forma significativa en la toma de decisión de la sociedad. El apartado 4 del artículo 9 *quater* que introduce la Directiva 2017/828 establece un procedimiento que proporciona una protección adecuada a los intereses de la sociedad y de los accionistas minoritarios y que evita que una parte vinculada se aproveche de su posición.⁴¹

Mediante la incorporación del apartado 4 se obliga a los Estados miembros a establecer procedimientos de aprobación de las operaciones vinculadas importantes que cuenten con la aprobación de la junta general o del órgano de administración. En los casos en los que la competencia recaiga sobre el consejo de administración, los Estados miembros podrán disponer que la junta general tenga la posibilidad de pronunciarse sobre la aprobación de la operación.

En este procedimiento de aprobación se prohíbe la participación de los accionistas y administradores que sean considerados como partes vinculadas. Los Estados miembros pueden permitir la participación en la aprobación de los accionistas vinculados siempre que se garanticen unas salvaguardias adecuadas para proteger los intereses de la sociedad y de los accionistas no vinculados, impidiendo que la parte vinculada apruebe la operación a pesar de la opinión contraria de la mayoría de los accionistas no vinculados o la opinión de los administradores independientes. Estas medidas de salvaguardia se deberán establecer, en todo

⁴⁰ León Sanz, F. J. (2019). *Op. cit.*

⁴¹ *Ibid.*

caso, antes o durante la aprobación de la operación. Un ejemplo de estas medidas sería el establecer “*un umbral más elevado para la mayoría necesaria para aprobar operaciones*”.⁴²

En el Derecho nacional, la competencia para aprobar la operación vinculada corresponde a la junta general o al consejo de administración dependiendo de la mayoría o la cuantía de la operación. El consejo de administración tiene la facultad de delegar en el consejero delegado solo las operaciones de menor importancia.

En cuanto a la participación de los consejeros, el artículo 529 *ter* 1.h) LSC establece el deber de abstención de los consejeros en conflicto de interés o los que representen a los accionistas que estén incurso en el conflicto de interés. Hasta aquí la normativa española se ajustaría a lo requerido por la Directiva 2017/828 y establecería un alcance del deber de abstención incluso más amplio.

Cuando la competencia de la aprobación de la operación recae en la junta general, los accionistas en conflicto de interés solo tienen el deber de abstenerse si se trata de una operación de asistencia financiera o de una dispensa de su propio deber de lealtad. En el resto de las operaciones los accionistas no están privados de su derecho de voto. El artículo 190.3 LSC establece la regla del *entire fairness test*, estableciendo en caso de impugnación del acuerdo la carga de probar al socio en conflicto de interés que la operación se realizó en interés de la sociedad.

Esta inversión de la carga probatoria no se ajusta a la norma comunitaria.⁴³ La Directiva 2017/828 exige una protección *ex ante* que impida la aprobación de la operación con el parecer contrario de la mayoría de los consejeros independientes. En cambio, la norma española establece una protección *ex post* solo en el caso de que se impugne el acuerdo por el que se aprueba la operación. El Derecho nacional habrá de modificar el régimen de protección de los accionistas que no son partes vinculadas en sede de junta general para adaptarse a la Directiva 2017/828.

⁴² Considerando 43, Directiva 2017/828.

⁴³ León Sanz, F. J. (2017). *Las operaciones con partes vinculadas en las sociedades anónimas cotizadas*. Recuperado de <https://almacendederecho.org/las-operaciones-partes-vinculadas-las-sociedades-anonimas-cotizadas-segun-la-directiva-200736ce/>

4. ANTEPROYECTO DE LEY PARA LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA 2017/828

La Directiva 2017/828 entró en vigor a los veinte días de su publicación, estableciendo como plazo para que los Estados miembros realizaran su transposición hasta el 10 de junio de 2019. El 25 de mayo de 2019 es publicado el Anteproyecto de Ley en el que se pretende incorporar la Directiva 2017/828 al ordenamiento jurídico español. No obstante, la inestabilidad política de los últimos años en el Estado español, unida a la reciente crisis mundial ocasionada por el COVID-19, hace mantener la incertidumbre sobre la aprobación del Anteproyecto de Ley a pesar de que se terminó el plazo establecido para la transposición de la Directiva 2017/828.

Frente a las distintas alternativas que tenía el legislador español, se optó por mantener en el Anteproyecto de Ley el régimen general aplicable al conjunto de las sociedades de capital. Este régimen incluye a las sociedades cotizadas y está articulado en torno al conflicto de interés y el régimen de dispensa del deber de lealtad. Teniendo en cuenta las especialidades establecidas para las sociedades cotizadas, el Anteproyecto de Ley tiene como finalidad introducir solo lo imprescindible para ajustar la normativa española a la Directiva 2017/828.⁴⁴

El Anteproyecto de Ley modifica el artículo 529 *ter* 1.h) LSC e introduce el Capítulo VII *bis*, situado dentro del Título XIV y dedicado exclusivamente a las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas. Con la nueva redacción, el artículo 529 *ter* 1.h) LSC remite al régimen del Capítulo VII *bis*, previo informe de la comisión de auditoría, para la aprobación de las operaciones con partes vinculadas.

4.1. Definición de las operaciones vinculadas

El nuevo artículo 529 *vicies* que pretende introducir el Anteproyecto de Ley hace remisión a las NIC para definir el concepto de operaciones con partes vinculadas. De esta forma se unifica la definición con la normativa contable-financiera. También se introducen las operaciones con el personal clave de la dirección de la entidad y las operaciones intragrupo en

⁴⁴ Preámbulo VII, Anteproyecto de Ley.

sentido amplio, se reduce la extensión de las partes vinculadas en cuanto a las relaciones familiares y se adopta el umbral del 20% en cuanto a participación significativa.

El aumento del umbral que define qué participación es significativa —que en la normativa vigente es del 3% de los derechos de voto— incrementaría el riesgo de extracción en las operaciones de la sociedad con accionistas que tuvieran una participación elevada pero que no fuera considerada como significativa.

La utilización de normas contables para definir las operaciones vinculadas es objeto de crítica por parte de nuestra doctrina. Mientras que la finalidad de las normas contables es la de garantizar la imagen fiel del patrimonio social, la normativa societaria sobre las transacciones vinculadas busca garantizar que los *insiders* no se aprovechen en beneficio propio y en contra del interés social de los bienes sociales.⁴⁵

Con las NIC se incluyen algunas operaciones intragrupo que no estaban incluidas en la normativa española en las que existía riesgo de extracción de los beneficios sociales. También se soluciona el problema en cuanto a la extensión de la norma para definir las personas vinculadas a los administradores del artículo 231 LSC al conflicto de interés entre el socio y la sociedad, lo que presentaba problemas de justificación y legitimidad.

4.2. Anuncio de las operaciones vinculadas e informe por tercero independiente

Los nuevos artículos 529 *unvicies* y 529 *quatervicies* que pretende introducir el Anteproyecto de Ley incorporan lo exigido por la Directiva 2017/828 en relación con los deberes de transparencia y ponderación en las operaciones vinculadas. El legislador español ha optado por una definición objetiva de operaciones vinculadas importantes para estos dos deberes que difiere de la establecida para el deber de imparcialidad.⁴⁶

⁴⁵ Alfaro Águila, J. (2019). *El régimen de las transacciones vinculadas en el anteproyecto de ley de incorporación de la Directiva 2017/828*. Recuperado de <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2019/06/el-regimen-de-las-transacciones.html>

⁴⁶ En el supuesto caso de una operación vinculada que supere el 0,1% de los ingresos anuales de la sociedad (no es considerada operación de escasa importancia según el artículo 529 *tervicies* del Anteproyecto de Ley), pero no

Respecto al *deber de transparencia*, las sociedades cotizadas deberán anunciar públicamente las operaciones con partes vinculadas que realice la sociedad cotizada o una de su grupo y que superen los siguientes umbrales: i) que supere el 5% del valor del patrimonio neto que figure en el último balance individual o consolidado; o ii) que supere el 2,5% del importe anual de la cifra anual de negocios que se deduzca de la cuenta de resultados individual o consolidada. A efectos de calcular la importancia de la operación, se obliga a computar todas las operaciones realizadas con una misma parte vinculada durante los últimos 12 meses o durante el mismo ejercicio.

Este anuncio se tendrá que realizar como máximo en el momento en el que se celebre la operación. Así mismo, deberá insertarse en la página web de la sociedad y comunicarse como información relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”). El anuncio deberá contener información sobre la naturaleza de la relación con la parte vinculada, el nombre de la parte vinculada, la fecha y el valor de la operación o, en su caso, las fechas y valores de las operaciones objeto de agregación, y cualquier otra información necesaria para valorar si esta es justa y razonable.

Algunos autores consideran excesiva la obligación de comunicar la operación vinculada como otra información relevante a la CNMV. Entienden que una operación vinculada no es un hecho relevante *per se* y que el exceso de otra información relevante en la CNMV puede acabar desnaturalizando la relevancia de dicha información.⁴⁷ Puede entenderse este punto de vista si tenemos en cuenta que la Directiva 2017/828 solo preveía la publicación en la web de la sociedad.⁴⁸ Sin embargo, si se busca facilitar el conocimiento de la operación, puede ser razonable utilizar como mínimo los mismos medios que se exigen para la divulgación de la información periódica, que incluyen la web de la CNMV.⁴⁹

Por otro lado, la sociedad también publicará de la misma forma las operaciones que celebren las partes vinculadas de la sociedad cotizada con las filiales de esta. Aunque, como veremos

supere los porcentajes mínimos del artículo 529.1 *unvicies* del Anteproyecto de Ley, estaría sujeta a los deberes de imparcialidad, pero no a los de información y transparencia.

⁴⁷ Alfaro Águila, J. (2019). *Op. cit.*

⁴⁸ Considerando 44, Directiva 2017/828.

⁴⁹ Martínez Flores, A. (2019). *Op. cit.*

más adelante, estas no están sometidas a los deberes de imparcialidad, también deberán ser anunciadas a más tardar en el momento de su celebración junto al informe de un experto independiente.

En relación con el *deber de ponderación*, se establece que el anuncio público deberá ir acompañado de un informe emitido por un tercero independiente. Este tercero debe evaluar si la operación es justa y razonable desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, y que explique los supuestos en que se basa junto con los métodos utilizados.

Además del informe por parte de un tercero independiente, se mantiene el de la comisión de auditoría como requisito para la aprobación de la operación. La Directiva 2017/828 otorgaba la posibilidad a los Estados miembros de elegir tanto este como aquel para incorporar los deberes de ponderación. Algunos autores entienden que el requerimiento de ambos informes puede resultar una excesiva carga jurídica y económica para las sociedades cotizadas españolas.⁵⁰

Mientras que el informe realizado por el tercero independiente tendría como función informar a los accionistas, sobre todo a los minoritarios, y al resto del mercado sobre la operación, el informe de la comisión de auditoría tiene como finalidad aumentar la información sobre la operación que tendrá a disposición el consejo de administración para evaluar el interés en la aprobación de esta.

Al incorporar los deberes de imparcialidad, el Anteproyecto de Ley establece que la comisión de auditoría tendrá el informe realizado por un experto independiente antes de realizar el suyo propio. De esta forma se estarían solapando las funciones de ambos informes. Teniendo en cuenta que ambos informes podrían realizar la función del otro, la opción más eficaz para garantizar tanto los fines de la Directiva 2017/828 como los de la normativa nacional sería la de exigir el anuncio de la operación junto con el mismo informe que utiliza el consejo de administración para la aprobación de la operación, ya sea el de la comisión de auditoría o el realizado por un experto independiente. De esta manera, conservando solo un informe, se estarían reduciendo los costes del procedimiento y cumpliendo los fines de ambas normativas.

⁵⁰ Alfaro Águila, J. (2019). *Op. cit.*

4.3. Aprobación de las operaciones vinculadas

El artículo 529 *duovicies* que pretende introducir el Anteproyecto de Ley incorpora los *deberes de imparcialidad* de la Directiva 2017/828. Este artículo es uno de los que plantea mayores objeciones del conjunto del anteproyecto. Contiene una serie de errores formales en la referencia interna del articulado y una falta de claridad en la sistemática que propone.

En primer lugar, establece la competencia de la junta general para aprobar las operaciones vinculadas en las que la junta general tenga competencia, lo que resulta, en principio, redundante. También prohíbe la participación en la aprobación al socio que tenga la consideración de parte vinculada, a no ser que la operación haya sido aprobada por la mayoría de los consejeros independientes. Se elimina así la regla del *entire fairness test* para la participación del socio que sea parte vinculada en la aprobación de las operaciones con partes vinculadas.

El tenor literal de la nueva redacción resulta poco claro. En el Derecho español, cuando la competencia recae en la junta general la aprobación no pasa por el consejo de administración. Algunos autores entienden que con la elevación de la propuesta a la junta general con el voto favorable de la mayoría de los consejeros independientes ya se estaría cumpliendo este requisito.⁵¹ Sin embargo, la realidad es que el consejo de administración solo aprueba la convocatoria de la junta general, y no de forma individualizada las operaciones que se incluyen en el orden del día.

A diferencia del Anteproyecto de Ley, la Directiva 2017/828 no se refiere a la aprobación de la operación por la mayoría de los consejeros independientes como presupuesto para la participación del socio que sea parte vinculada en la votación, sino a que la opinión de la mayoría de los consejeros independientes no sea contraria. Es decir, en la Directiva 2017/828 la intervención de los consejeros independientes se requiere como una regla de ponderación, como garantía de que la operación es justa, razonable y consistente con el interés social. Este parece también que sería el objetivo pretendido por el Anteproyecto de Ley. Sin embargo, el Anteproyecto de Ley no ha articulado el procedimiento para la emisión de esta opinión ni la manera en la que sería conocida por la junta general.

⁵¹ *Ibid.*

En segundo lugar, establece la competencia del consejo de administración para aprobar las operaciones vinculadas en las que la junta general no tenga competencia. Las propuestas de acuerdo en el consejo de administración deberán ir acompañadas tanto del informe de la comisión de auditoría como del informe del experto independiente. A su vez, la comisión de auditoría tendrá el informe del experto independiente para la elaboración del suyo propio. En este caso, los consejeros que estén en conflicto de interés deberán abstenerse de participar en la votación.

El Anteproyecto de Ley extiende el deber de abstención solo al consejero afectado por la operación y, a diferencia de la normativa actual, no hace referencia al deber de abstención de los consejeros que representen o estén vinculados a los accionistas afectados por el conflicto de interés. El legislador en el anteproyecto reduce las garantías, en cuanto a la imparcialidad de la operación, en los casos en los que pueda existir un conflicto de interés por cuenta ajena con la participación en la votación del consejero designado por el socio incurso en conflicto de interés.

En cuanto a los informes, como se dijo anteriormente, sería recomendable la eliminación de la obligatoriedad de uno de ellos. Parece razonable confiar la decisión a la comisión de auditoría sobre la conveniencia o no de solicitar un informe por un tercero independiente. En el caso de haberlo solicitado, parece también razonable que se pusieran a disposición —tanto uno como el otro— de los accionistas antes de la aprobación de la operación por la junta general cuando esta tenga la competencia para ello. De esta forma se garantizaría un equilibrio de información en la ponderación entre los accionistas que son partes vinculadas en la operación y los que no lo son. Teniendo en cuenta que ambos informes responden a la misma función, la exigencia de estos de forma imperativa en la aprobación por parte del consejo de administración parece desproporcionada.

4.4. Regímenes especiales

El artículo 529 *tervicies* que pretende introducir el Anteproyecto de Ley establece distintas excepciones al régimen de las operaciones vinculadas que contiene el Capítulo VII *bis*. Para la determinación del valor de las operaciones se agregarán todas las realizadas con la misma parte vinculada en un periodo de doce meses o durante el mismo ejercicio. En el caso de que

superen conjuntamente alguno de los umbrales previstos para las operaciones ordinarias o para que la competencia se reserve a la junta general, se les aplicarán a todas las operaciones agregadas con la parte vinculada los requisitos legales que le correspondan.

Respecto a las *operaciones ordinarias*, estas se excluyen de la aplicación de los deberes de información, ponderación e imparcialidad. El régimen es similar al establecido en la actualidad por el artículo 529 *ter* 1.h) LSC, con la diferencia de que se disminuye el umbral del valor máximo al 0,1% de los ingresos anuales. También se incorpora el procedimiento interno de evaluación periódica para este tipo de operaciones.

En cuanto a las *operaciones intragrupo*, salvo disposición en contrario en los estatutos, se permite exceptuar solo el régimen de aprobación de las operaciones entre la sociedad y otras del grupo cuando estas se realicen en condiciones normales de mercado y dentro de la gestión ordinaria. En este caso se deberá establecer un mecanismo de información y control periódico con el que se habrá de informar a la comisión de auditoria. Al eliminar el requisito del valor máximo de la operación se está ampliando la definición de operaciones ordinarias en las transacciones intragrupo al límite de lo que requería la Directiva 2017/828.

También se exceptúan del régimen de aprobación, salvo disposición contraria en los estatutos, las operaciones celebradas entre la sociedad y sus filiales, siempre que estas estén íntegramente participadas. Con este régimen el Anteproyecto de Ley facilita en gran medida la operativa en el Derecho de grupos.

Finalmente, existen *otros tipos de operaciones* que también se exceptúan del régimen de aprobación salvo disposición en contra de los estatutos. Estas operaciones serían: i) las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles; ii) las operaciones relativas a la remuneración de los administradores; y iii) las operaciones celebradas por entidades de crédito basándose en medidas destinadas a la salvaguardia de su estabilidad.

No se ha incluido, en cambio, la excepción contenida en la Directiva 2017/828 relativa a las operaciones ofrecidas a todos los accionistas en las mismas condiciones siempre que queden garantizadas por la igualdad de trato y la protección de los intereses de la sociedad. Se trata de una omisión criticable, pues la exención resulta razonable si se tiene en cuenta que facilitaría la operativa de este tipo de operaciones y garantizaría la realización de estas en condiciones justas y razonables.

5. CONCLUSIONES

A través del presente trabajo se ha comparado el régimen actual de las operaciones con partes vinculadas, el régimen que establece la Directiva 2017/828 y el Anteproyecto de ley para la transposición de la normativa comunitaria. La Directiva 2017/828 introduce numerosas facultades de opción en la regulación de esta materia como consecuencia de las diferencias que existen entre los distintos ordenamientos europeos. Probablemente, la novedad más relevante sea la obligación de publicar un anuncio de las operaciones con partes vinculadas que sean consideradas importantes.

En consideración a que la reforma de 2014 anticipa, en buena medida, la Directiva 2017/828, se ha defendido que la adaptación de la normativa española se podría haber realizado básicamente con una modificación del artículo 529 *ter* 1.h) LSC y la incorporación de algunas matizaciones en otros artículos relevantes.⁵² Sin embargo, parece acertada la decisión de crear un régimen separado para este tipo de operaciones en el Capítulo VII *bis*, del Título XIV, de la LSC, debido a la complejidad de los deberes establecidos por la Directiva 2017/828 para este tipo de operaciones. No se modifica, en cambio, el régimen general de las sociedades de capital, lo que puede dar lugar a problemas de coordinación y generar incertidumbre tanto en la aplicación del régimen general como del especial de las sociedades cotizadas.

El nuevo Anteproyecto de Ley establece una definición de parte vinculada de acuerdo con lo dispuesto por la Directiva 2017/828 remitiendo a las NIC, con la que incrementa el umbral para considerar que una participación es significativa hasta el 20% de los derechos de voto. Además, incorpora una regla de agregación de las operaciones que se realizan con una misma parte vinculada a la hora de tener en cuenta su relevancia.

También introduce la obligación de realizar un anuncio público de la operación. Este anuncio deberá hacerse a más tardar en el momento de su celebración con la incorporación de un informe realizado por un experto independiente. Este informe se tendrá que poner a disposición de la comisión de auditoría para que esta realice un segundo informe no vinculante antes de la aprobación de las operaciones cuya competencia recaiga en el consejo

⁵² Alfaro Águila, J. (2019). *Op. cit.*

de administración. Esta duplicidad de informes ha planteado objeciones en cuanto a la justificación de estos desde el punto de vista de los costes y de su razonabilidad.

En cuanto al régimen de aprobación de las operaciones vinculadas, respecto a la participación del socio que es parte vinculada, se elimina la actual regla del *entire fairness test*. Se introduce la regla de la aprobación por la mayoría de los accionistas que no sean partes vinculadas y se permite la votación del socio que sea parte vinculada en la votación cuando la operación haya sido aprobada por la mayoría de los consejeros independientes. Sin embargo, no se articula un procedimiento para determinar cómo se ha de proceder a esta aprobación, ni tampoco se expresa la finalidad de la exigencia de la opinión de la mayoría de los consejeros independientes como regla de ponderación y como garantía de que la operación es justa, razonable y conforme a los intereses sociales.

Respecto al deber de abstención de los administradores, se prohíbe la participación de los consejeros afectados en la aprobación de la operación en el consejo de administración. No obstante, desaparece la referencia a los administradores que representen o estén vinculados con el accionista significativo, a diferencia de lo que sucede en la normativa vigente.

Las operaciones ordinarias quedan excluidas del régimen especial de las operaciones vinculadas al igual que en la normativa anterior, pero se establecen unos umbrales considerablemente más estrictos para su posible exclusión.

En cuanto al Derecho de grupos, el Anteproyecto de Ley va a facilitar en gran medida su operatividad. Se excluye el régimen de aprobación de las operaciones vinculadas con sociedades íntegramente participadas y con sociedades del mismo grupo siempre que se realicen dentro de la gestión ordinaria y en condiciones de mercado.

Finalmente, en cuanto a los supuestos excluidos del régimen de las operaciones con partes vinculadas, se echa en falta la exención relativa a las operaciones ofrecidas a todos los accionistas en las mismas condiciones, siempre que queden garantizadas la igualdad de trato y la protección de los intereses de la sociedad.

De acuerdo con lo analizado a lo largo del presente trabajo, sería razonable la modificación del Anteproyecto de Ley antes de su aprobación para corregir las posibles deficiencias en el régimen que este incorpora, teniendo en cuenta el debate que se ha suscitado al respecto y las propuestas que se han formulado por parte la doctrina.

Algunos de los borradores de proyecto de ley, realizados tras las observaciones planteadas por la Comisión General de Codificación después de la publicación del Anteproyecto de Ley, recogen en buena medida posibles soluciones a las cuestiones planteadas en este trabajo.

El trabajo de investigación se ha centrado en el análisis del Anteproyecto de Ley, dado que los borradores de proyecto de ley no son definitivos y no se han hecho públicos de manera oficial. Conviene, no obstante, hacer referencia a algunos de los temas más relevantes, para que se pueda apreciar la forma en que se está tratando de mejorar el texto en la misma dirección que algunas de las observaciones doctrinales realizadas que se recogen en este trabajo. Así, en cuanto a la definición de operaciones vinculadas, una de las propuestas es establecer un umbral del 10% de los derechos de voto para definir cuándo un accionista tiene una participación significativa. En relación con la duplicidad de los informes, se opta por la conservación del informe de la comisión de auditoría, que debería ser puesto a disposición tanto del consejo de administración como de la junta general antes de la aprobación de la operación. Para permitir la participación del accionista afectado por el conflicto de interés, un procedimiento que se propone es el de exigir que la propuesta de acuerdo haya sido aprobada por el consejo de administración sin el voto en contra de la mayoría de los consejeros independientes. Por último, otra de las propuestas sería extender el deber de abstención a los consejeros que representen a los accionistas afectados, exceptuando aquellos que representen a la sociedad matriz en el órgano de administración de la sociedad cotizada, a los que se le aplicaría la regla del *entire fairness test* en caso de impugnación del acuerdo.

BIBLIOGRAFÍA

Alfaro Águila, J. (2017) *Modificaciones necesarias del Derecho español para incorporar la Directiva sobre operaciones con partes vinculadas*. Recuperado de <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2017/09/modificaciones-necesarias-del-derecho.html>

Alfaro Águila, J. (2018). *El deber de actuación independiente de los administradores en el mejor interés de la sociedad*. Recuperado de <https://almacenederecho.org/deber-actuacion-independiente-los-administradores- mejor-interes-la-sociedad/>

Alfaro Águila, J. (2019). *El régimen de las transacciones vinculadas en el anteproyecto de ley de incorporación de la Directiva 2017/828*. Recuperado de <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2019/06/el-regimen-de-las-transacciones.html>

Alonso Ureba, A. (2016). El modelo de Consejo de Administración de la Sociedad cotizada tras la reforma legal de 2014 y el CBG de 2015. En F. Rodríguez, L. Fernández, J. Quijano y otros (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, t. II. Navarra: Aranzadi.

Fernández del Pozo, L. (2018). Las operaciones vinculadas intragrupo. Estado de la cuestión en Derecho Español y necesidad de su reforma. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 149.

Fernández del Pozo, L. (2018). Transparencia y aprobación de operaciones con partes vinculadas. *La Ley mercantil*, núm. 50.

García de Enterría, J. y Iglesias Prada, J. L. (2018). Los órganos de las sociedades de capital (II) Los administradores. En A. Menéndez y A. Rojo (Dirs.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, vol. I. Navarra: Aranzadi.

Girón Tena, J. (1976). *Derecho de sociedades*. Madrid: [s.n.]

Guerra Martín, G. (2017). El régimen sobre operaciones vinculadas en la Directiva 2017/828 y su eventual impacto en el ordenamiento español. *Revista de Derecho de Sociedades*, v. 51.

Martínez Flores, A. (2019). La transparencia de las operaciones vinculadas celebradas por las sociedades cotizadas. *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 313.

Paz-Ares, C. (2015). Anatomía del deber de lealtad. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, núm. 39

Paz-Ares, C. (2018). *Un apunte sobre la incorporación de la Directiva 2017/828 en materia de transacciones vinculadas en el seno de los grupos de sociedades*. Recuperado de <https://almacenederecho.org/un-apunte-sobre-la-incorporacion-de-la-directiva-2017828-en-materia-de-transacciones-vinculadas-en-el-seno-de-los-grupos-de-sociedades/>

Paz-Ares, C. (2019). *¿Derecho común o derecho especial de grupos? Esa es la cuestión*. Navarra: Civitas

Portellano Díez, P. (2016). El deber de evitar situaciones de conflicto de interés: entre la imperatividad y la dispensa [arts. 229, 230 y 529 ter.1.h) LSC] En F. Rodríguez, L. Fernández, J. Quijano y otros (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, t. II. Navarra: Aranzadi.

Latorre Chiner, N. (2017). Las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas. Especial atención a las operaciones intragrupo. *Revista de Derecho de Sociedades*, v. 51.

Latorre Chiner, N. (2019). *La competencia de la junta de la sociedad cotizada para autorizar operaciones vinculadas*. Recuperado de <https://almacenderecho.org/la-competencia-de-la-junta-de-la-sociedad-cotizada-para-autorizar-operaciones-vinculadas/>

Latorre Chiner, N. (2019). Las operaciones vinculadas en las sociedades no cotizadas (la limitada eficacia del control preventivo). *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 313.

León Sanz, F.J. (2017). *Las operaciones con partes vinculadas en las sociedades anónimas cotizadas*. Recuperado de <https://almacenderecho.org/las-operaciones-partes-vinculadas-las-sociedades-anonimas-cotizadas-segun-la-directiva-200736ce/>

León Sanz, F. J. (2017). La reforma del Derecho europeo de sociedades cotizadas. En J. Juste y C. Espín (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: Liber Amicorum en honor a Fernando Rodríguez Artigas y Gaudencio Esteban Velasco*. Navarra: Aranzadi.

León Sanz, F.J. (2019). Las operaciones con partes vinculadas en la Directiva 2017/828. *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 312.

Sánchez Calero, F. (2007). *Los administradores en las sociedades de capital*. Navarra: Aranzadi.

Valpuesta Gastaminza, E. (2018). *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*. Madrid: Wolters Kluwer.

LEGISLACIÓN

Anteproyecto de ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras de 24 de mayo de 2019.

Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad.